

# 核电重启打开二次成长空间，关注中广核电力回 A 进程

动态报告/环保与公用事业

2019 年 7 月 15 日

**报告摘要：**
**● 行业近况：多因素驱动核电重启，核电运营商有望重回快速增长**

2015 年 8 台核电机组通过审批之后，出于对新技术可靠性和全国用电增速放缓的考虑，国内一直无新的核电项目通过审批。2018 年 6 月全球首堆 AP1000 核电机组顺利并网发电，标志着三代核电技术已经成熟，2019 年 3 月漳州、惠州 4 台核电机组环评公示，其后中国核能可持续发展论坛上生态环境部副部长表态年内会有核电项目陆续开工，意味着一度停滞近 5 年的核电审批重启获得官方确认。基荷电源、拉动投资、舆论环境缓和、技术成熟等多因素驱动下，为达十三五规划，未来两年国内每年有望开工 6~8 台核电机组，2023 年运营端行业增速有望重回 15%。

**● 中广核电力：回 A 上市步履渐进，核电重启打开二次增长空间**

中广核电力系电力“四小豪门”中广核集团旗下核电运营平台，为全球第三大核电运营公司。2019 年 2 月，公司公告了拟申请 A 股发行的董事会决议，其后披露招股说明书，拟发行 50 亿 A 股募集 150 亿资金用于阳江 5、6 号机组和防城港 3、4 号机组的建设并补充流动资金。公司过去 5 年盈利复合增速 20%，投运机组减少导致近年盈利增长放缓。上半年公司完成上网电量 799.52 亿 kwh，同比增长 12%，同时年内 2 台新机组有望实现并网，将推动盈利持续增长。核电行业竞争格局较为稳定，公司未来将受益国内核电重启，回 A 进程值得关注。

**● 投资建议**

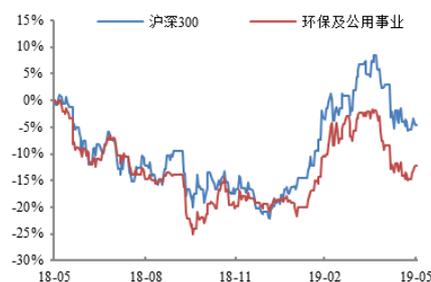
三代核电技术并网发电已超一年，证明技术成熟性，核电重启后行业二次增长空间获得释放，建议关注筹划回 A 上市的【中广核电力】，目前国内核电领军企业中国核电动态 PE 为 17x，考虑到中广核电力的领军地位以及新股溢价，若能成功上市则其合理估值应在 17x 以上。

**● 风险提示**

1、核电政策落地不及预期；2、项目进展不及预期；3、电价超预期调整。

**推荐**

维持评级

**行业与沪深 300 走势比较**


资料来源：WIND，民生证券研究院

**分析师：黄彤**

执业证号：S0100513080003

电话：021-60876721

 邮箱：[huangtong@mszq.com](mailto:huangtong@mszq.com)
**研究助理：杨任重**

执业证号：S0100118070006

电话：021-60876723

 邮箱：[yangrenzong@mszq.com](mailto:yangrenzong@mszq.com)
**相关研究**

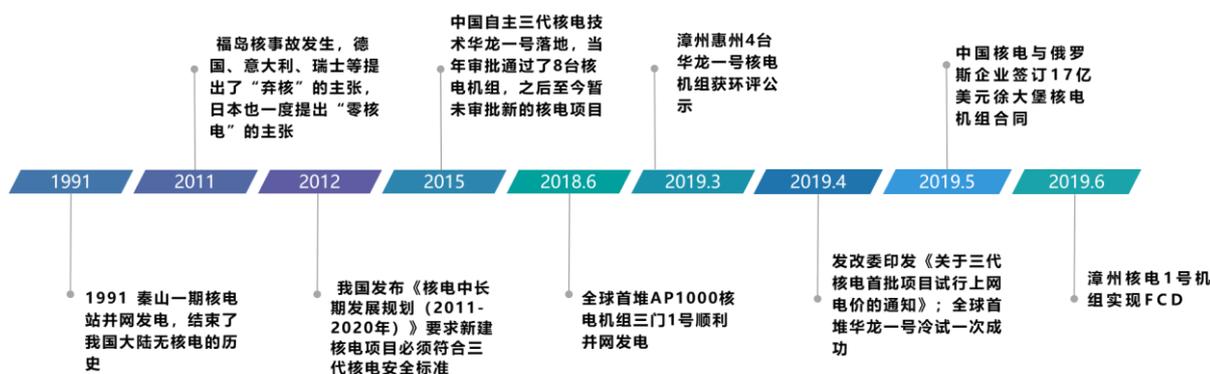
## 目录

一、行业近况：多因素驱动核电重启，核电运营商有望重回快速增长.....	3
二、中广核电力：回 A 上市步履渐进，核电重启打开二次增长空间.....	4
（一）公司简介：全球第三大核电运营商，回 A 步履渐进 .....	4
（二）盈利展望：年内 2 台新机组有望实现并网，远期受益核电重启.....	5
三、风险提示 .....	7
插图目录 .....	8
表格目录 .....	8

## 一、行业近况：多因素驱动核电重启，核电运营商有望重回快速增长

三代核电技术并网发电已超一年，核电重启获官方确认。福岛核事故发生以后，我国发布核电中长期发展规划，要求新建核电项目必须符合三代核电安全标准，2015年审批通过8台核电机组之后，出于对新技术可靠性和全国用电增速放缓的考虑，其后一直无新的核电项目通过审批。2018年6月全球首堆AP1000核电机组顺利并网发电，标志着三代核电技术已经成熟，2019年3月漳州、惠州4台核电机组环评公示，其后中国核能可持续发展论坛上生态环境部副部长表态年内会有核电项目陆续开工，意味着一度停滞近5年的核电审批重启获得官方确认。

图1：我国核电产业发展历程



资料来源：民生证券研究院整理

**政策积极推动，多因素共振推动核电发展。**《2018年能源指导意见》中“稳妥推进核电发展”，“积极推进具备条件项目的核准建设，年内计划开工6~8台机组”等内容体现了国家对于核电发展的大力支持。2019年6月中俄签署《田湾核电站7/8号机组框架合同》等合同也彰显国家发展核电的积极态度。当前时点核电重启面临以下几个催化因素：

- **基荷电源需求：**储能技术短期存在瓶颈，风电光伏等清洁能源迅速发展下对电网的冲击将加大，故障率低、发电稳定的核电是火电基荷电源最好的替代品。
- **投资拉动需求：**目前国内核电发电量仅为4%，与发达国家10%的平均水平有较大差距，核电项目投资大、周期长，经济下行周期中深受各地政府青睐。
- **核心技术成熟，舆论环境缓和：**距离日本福岛核电站泄漏事件已逾八年，全球首堆AP1000核电机组顺利并网发电已满一年，三代核电技术已具备批量化建设条件。加上广泛宣传，核电安全性和可靠性已得到充分认可。
- **全社会用电量持续增长。**整体用电格局已从以往的“供大于求”变为“局部偏紧”。

**发电端重回快速增长可期。**2016年11月发改委和能源局联合印发的《电力发展“十

“十三五”规划》提出“十三五”期间，全国核电投产约 30GW、开工 30GW 以上，2020 年装机达到 58GW 的目标。而截至 2018 年 6 月，我国在运核电站规模仅 37GW，在建 20GW，距离目标完成有较大差距。《2018 年能源工作指导意见》要求年内计划开工 6-8 台机组，假设未来每年核准 6~7GW，按 0.37 元/kwh 的上网电价、7000 利用小时来算运营空间在每年 40 亿左右。由于核电站建设周期长，全流程 8-10 年(前期准备 3-5 年，核准到 FCD 需要 1 年，FCD 到并网 5 年)，运营市场行业复合增速有望在 5 年左右时间重回 15%以上。

图2: 核电项目建设流程



资料来源：民生证券研究院整理

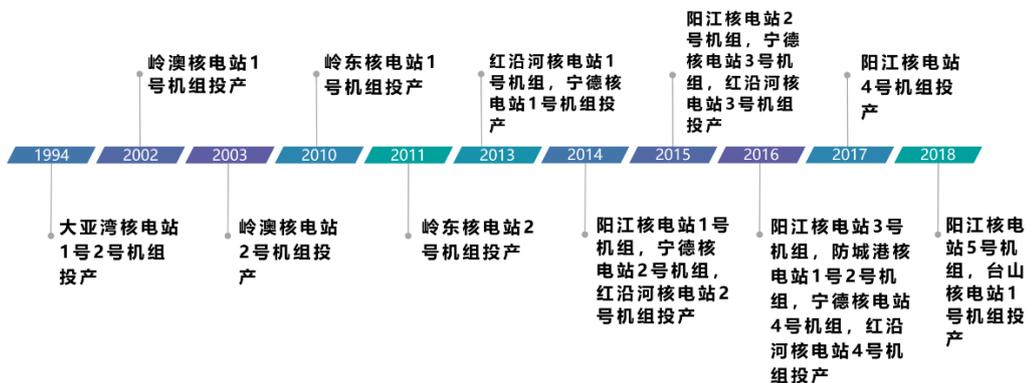
中广核为核电发电端领军企业，在运总装机占比 55%。核电运营技术壁垒高、行业准入审批要求高，目前运营端仅中广核、中核和国电投拥有民用核设施运行牌照，2018 年中广核在运总装机容量占比 55%，权益容量占比 30%。虽然 90%以上的在运电站是中广核和中核负责管理，但华电、大唐、华能、申能等大型电企亦通过参股的形式进入核电产业，享受投资收益。基于核电对煤电的替代预期以及较强的稳定性和管理的相似性，部分传统火电企业希望进入核电领域。2016 年 9 月酝酿了 8 年的《核电管理条例(送审稿)》公开征求意见，从条例中设置的核电项目投资主体准入条件来看，地方国企无法参与牌照竞争，大唐、华电和华能三位电力巨头已基本满足进入条件。

## 二、中广核电力：回 A 上市步履渐进，核电重启打开二次增长空间

### (一) 公司简介：全球第三大核电运营商，回 A 步履渐进

中广核核电运营平台，全球第三大核电运营商。中广核电力系电力“四小豪门”中广核集团旗下核电运营平台，公司脱胎于我国第一座核电站——大亚湾核电站，深耕广东省内后开始全国范围扩张，经过 40 年的发展，2018 年公司在运机组 22 台，装机容量 24.31GW，在建机组 6 台，装机容量 7.43GW，均占到我国核电机组的 55%，为全球第三大核电运营公司，仅次于法国的 EDF 以及韩国的 KEPCO。

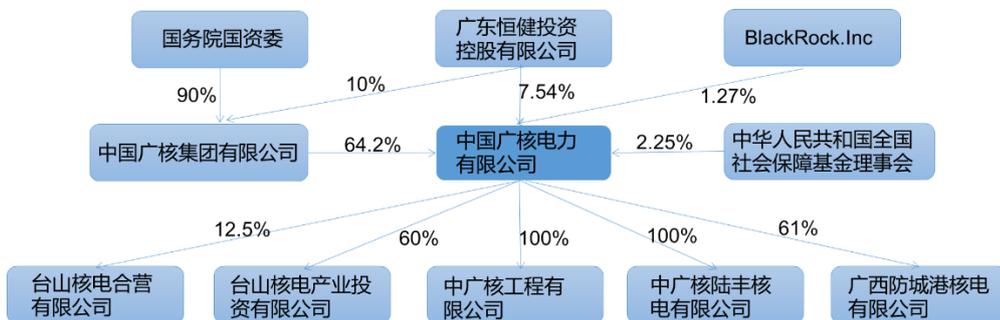
图3: 公司发展历程



资料来源：公司公告,民生证券研究院

集团持股比例高，回A上市步伐渐进。公司由中广核集团联合恒健投资以及中核集团于2014年设立，并于当年在香港联交所上市，目前广核集团持股64%，恒健投资持股7.5%，社保理事会持股2.25%，为第三大股东。2019年2月，公司公告了拟申请A股发行的董事会决议，其后披露招股说明书，拟发行50亿A股募集150亿资金用于阳江5、6号机组和防城港3、4号机组的建设并补充流动资金。

图4：公司持股结构



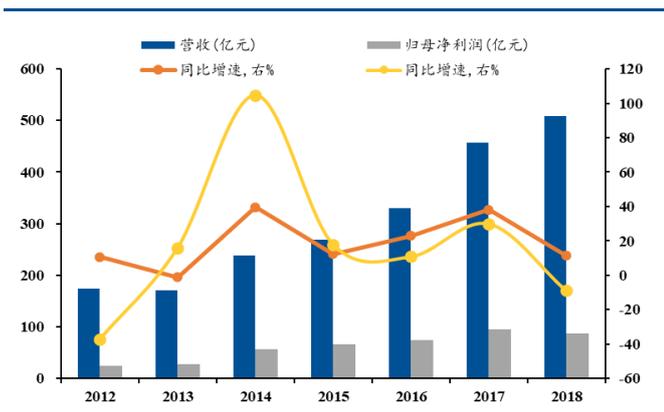
资料来源：WIND,民生证券研究院

## （二）盈利展望：年内2台新机组有望实现并网，远期受益核电重启

过去5年盈利复合增速20%，投运机组减少导致近年盈利增长放缓。中广核电力90%的收入来自于电力销售，另有6%来源于建造及设计合同收入，剩余为技术培训和销售设备收入。2013年以来公司营收保持了27%的复合增长率，归母净利润增速基本与营收一致，而由于新机组审批的暂停，近年来装机容量增长趋缓。2018年公司归母净利润87亿元，同比略微下滑9%，主要系2017年宁德核电并表重估收益导致基数较高，2018年扣非归母净利润同比增长9%。

图5：公司近5年营收及盈利状况

图6：公司在运装机容量及预测



资料来源：民生证券研究院整理



资料来源：民生证券研究院整理

**在建项目展望：年内 2 台新机组有望实现并网，远期关注核电重启进度。**截至 2018 年末，公司仍有 6 台机组在建，其中阳江 6 号机组和台山 2 号机组已完成热功能试验，预计年内能够实现并网，红沿河联营公司下的 5、6 号机组正在设备安装阶段，预计未来两年内能够陆续并网，未来 3 年公司整体控股装机容量增速在 7% 左右。远期看，集团旗下惠州核电太平岭两台机组已通过环评，陆丰核电两台 AP1000 机组也已被列入首批计划开工项目，预计 2023 年前后公司装机有望重回快速增长。

表 1：中广核电力在建机组情况

核电项目	省份	机组投产时间	机组类型	装机容量(万千瓦)
阳江 6 号机组	广东	2019 年下半年	CPR1000	108.6
台山 2 号机组	广东	2019 年	三代 EPR	175
防城港 3 号机组	广西	2022 年	华龙一号	118
防城港 4 号机组	广西	2022 年	华龙一号	118
红沿河 5 号机组	辽宁	2020 年下半年	ACPR1000	111.9
红沿河 6 号机组	辽宁	2021 年	ACPR1000	111.9
合计				1027

资料来源：公司公告，民生证券研究院

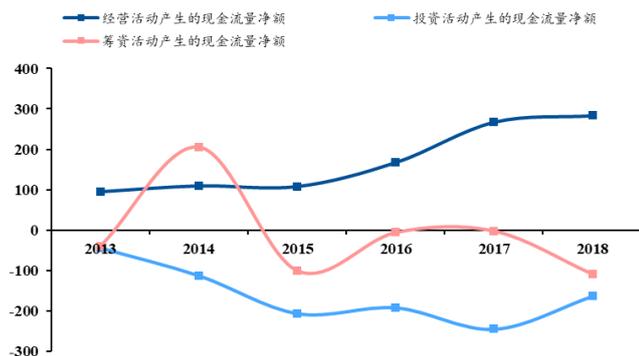
**在运机组运行良好，利用小时较为稳定。**截至 2018 年末，公司管理在运核电机组 22 台，装机容量 24.31GW。其中控股 18 台，联营 4 台。2019 年上半年，公司已按计划完成 11 次机组换料大修(包括 2018 年底开展的宁德 1 号机组换料大修)。出于安全运行的考虑，通常核电机组按照原则性满发计划安排。近 3 年我国核电机组利用小时均在 7100 小时左右，而随着电网建设的完善和运营能力的提升，在运核电机组利用小时仍有小幅提升空间。2019 年上半年公司完成上网电量 79952gwh，同比增长 12%，其中 2018 年已投运机组发电量同比增长 4%。

**三代机组核准电价略高于燃煤标杆电价，增值税下调无影响。**根据 2013 年发改委《关于完善核电上网电价机制有关问题的通知》，核电上网电价以火电标杆电价为基准，从目前已投运机组来看，上网电价围绕当地标杆电价小范围波动。2019 年 3 月发改委印发《关于三代核电首批项目试行上网电价的通知》，广东台山、浙江三门、山东海阳费别按照 0.435、0.4204 和 0.4151 元/kwh 执行，除广东外均高于当地标杆电价。由于增值税属于

价外税，2018 年以来一系列增值税率的下调政策对于核电机组盈利基本无影响。

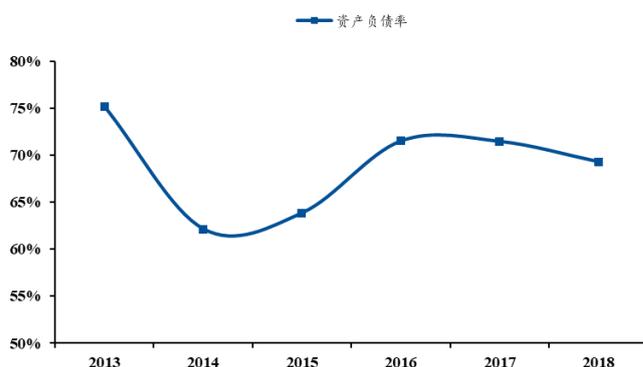
目前现金流状况较好，资产负债率有望继续下行。公司固定资产折旧占税前利润的 50%左右，和财务费用相当，导致公司经营活动现金净流入可达归母净利润的 2 倍。近 3 年公司投资活动现金净流出在 200 亿左右的水平，主要为在建工程的投入，基本可以由经营活动回款解决。但考虑到 2015~2017 年没有新核电项目核准，同时公司有望通过 A 股上市获取增量资金，预计公司资产负债率有望继续下行。

图 7：公司近 5 年现金流情况(亿元)



资料来源：民生证券研究院整理

图 8：公司近年资产负债率情况



资料来源：民生证券研究院整理

### 三、风险提示

1、核电政策落地不及预期；2、项目进展不及预期；3、电价超预期调整。

## 插图目录

图 1: 我国核电产业发展历程 .....	3
图 2: 核电项目建设流程 .....	4
图 3: 公司发展历程 .....	4
图 4: 公司持股结构 .....	5
图 5: 公司近 5 年营收及盈利状况 .....	5
图 6: 公司在运装机容量及预测 .....	5
图 7: 公司近 5 年现金流情况(亿元) .....	7
图 8: 公司近年资产负债率情况 .....	7

## 表格目录

表 1: 中广核电力在建机组情况 .....	6
------------------------	---

## 分析师与研究助理简介

**黄彤**，复旦大学金融学硕士。2011年进入证券行业，一直从事电力设备、新能源、环保等大能源方向的行业研究，现于民生证券研究院负责公用事业、环保方向研究。

**杨任重**：香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。